



**You have downloaded a document from
RE-BUS
repository of the University of Silesia in Katowice**

Title: Insider trading w branży lotniczej

Author: Anna Lichosik

Citation style: Lichosik Anna. (2015). Insider trading w branży lotniczej. W: K. Łuczak (red.), "Wybrane problemy prawne związane z funkcjonowaniem portu lotniczego" (S. 215-228). Katowice : Uniwersytet Śląski



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

***Insider trading* w branży lotniczej**

Anna Lichosik

1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest przybliżenie zjawiska *insider trading* oraz spekulacji giełdowych na przykładzie transakcji dokonanych na instrumentach finansowych emitentów z branży lotniczej. Na wstępie przedstawiony został ogólny zarys funkcjonowania mechanizmów rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem zasady równego dostępu do informacji. Następnie omówione zostały zagadnienia dotyczące definicji legalnej informacji poufnej oraz pojęcia *insiderów*. Kolejno dokonane zostało syntetyczne omówienie zjawiska *insider trading* oraz spekulacji giełdowych. W końcowej części artykułu przytoczono studium przypadku transakcji giełdowych dokonanych na opcjach na akcje amerykańskich linii lotniczych American Airlines i United Airlines. Przedstawione poglądy mają na celu zasygnalizowanie problemów związanych ze zjawiskiem *insider trading* w sektorze szczególnego rodzaju usług, jakim jest lotnicza działalność gospodarcza, w której najważniejsze nie jest osiągnięcie jak najwyższego zysku, a zagwarantowanie wysokiego poziomu bezpieczeństwa wykonywanych operacji lotniczych.

2. Pojęcie rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy jako segment rynku finansowego stanowi dogodną dla jego uczestników platformę transferu kapitału, dzięki któremu inwestorzy mają

szansę pomnożyć oszczędności, natomiast emitenci instrumentów finansowych mogą pozyskać kapitał na inwestycje lub w celach obrotowych¹. Rynek kapitałowy stanowi dogodną płaszczyznę wymiany kapitału, jego mobilizacji (zebrania) oraz transformacji (pieniądz na instrument finansowy i odwrotnie). Dlatego też, mówiąc o pojęciu rynku kapitałowego, należy wskazać, że pełni on przede wszystkim funkcję alokacji kapitału. W obecnych czasach, z uwagi na złożoność instrumentów finansowych oraz wzajemne relacje pomiędzy nimi², sprzeczność różnych interesów, coraz rzadziej rynek kapitałowy postrzega się jako barometr gospodarki. W skali makroekonomicznej nie bez znaczenia pozostaje okoliczność, że rynek kapitałowy pozwala na finansowanie określonych przedsięwzięć poprzez kumulację kapitału w rękach przedsiębiorców oraz stanowi formę pomnażania oszczędności przez inwestorów³.

Z punktu widzenia przedsiębiorców i inwestorów na ocenę atrakcyjności rynku kapitałowego wpływa przede wszystkim transparentność tego rynku, która wzmacnia zaufanie inwestorów oraz bezpieczeństwo inwestycji. Transparentność oznacza dostęp do danych na temat kondycji finansowej emitenta, jego perspektyw rozwoju, czy struktury akcjonariatu, co ma znaczenie w procesie decyzyjnym dotyczącym inwestycji w dane walory. Rynki bardziej przejrzyste z reguły lepiej się rozwijają, bo większy zakres obowiązków informacyjnych wymusza lepszą ochronę interesów inwestorów, rzetelnie prowadzona polityka informacyjna redukuje asymetrię informacyjną pomiędzy osobami mogącymi mieć dostęp do tzw. informacji poufnych, tj. *insiderami* a inwestorami.

Również rozwój gospodarki uzależniony jest od tego, czy rynek kapitałowy zapewnia podmiotom gospodarczym dostęp do kapitału niezbędnego dla realizacji planowanych inwestycji. Zatem rynek kapitałowy musi posiadać zdolność do przyciągania inwestorów, a więc do kreowania i podtrzymywania ich zaufania do uczciwości i rzetelności mechanizmów tego rynku. Jako jeden z podstawowych warunków umożliwiających budowanie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego uznaje się odpowiednie regulacje prawne, zapewniające szybki i równy dostęp do wszystkich istotnych informacji dotyczących zarówno emitentów, jak i emitowanych przez nich instrumentów finansowych⁴.

¹ Por. W. DĘBSKI: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa 2010, s. 91.

² Zwłaszcza z uwagi na spekulację na rynku i silnie z nią związane instrumenty pochodne.

³ Por. R. BŁICHARZ: *Instytucje prawa rynku kapitałowego*. Toruń 2013, s. 20.

⁴ Zob. T. SÓJKA: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*. Warszawa 2008, s. 33 i n.

3. Znaczenie informacji na rynku kapitałowym

Informacja stanowi szczególną wartość w każdej dziedzinie życia. Bez dostępu do niej współczesny świat nie mógłby funkcjonować. Tym bardziej funkcjonowanie rynku kapitałowego bez dostępu do rzetelnej, kompletnej i prawdziwej informacji oraz swobodnego jej obiegu nie jest możliwe. Wobec tego dostęp do informacji na zasadach powszechności oraz równości dla wszystkich uczestników obrotu w regulacji prawa rynku kapitałowego stanowi jedną z fundamentalnych zasad obrotu⁵. Z zasadą tą nierozdzielnie związany jest zakaz ujawniania lub wykorzystywania określonych informacji (tzw. informacji poufnych) przez określone osoby (tzw. *insiderów*) w tzw. okresie zamkniętym⁶, a także zakaz dokonywania manipulacji instrumentem finansowym. Celem tych regulacji jest zapewnienie równych szans na rynku wszystkim jego uczestnikom. Służą one jego transparentności oraz przepływowi rzetelnych informacji⁷.

Obrót papierami wartościowymi jest bardzo wrażliwy na nierówność w dostępie do informacji. Z uwagi na specyfikę rynku, system notowań czy sposób zawierania transakcji, podmioty, które szybciej zdobywają określone informacje, mogą czerpać z tego tytułu ogromne zyski⁸. Cena instrumentów finansowych zależy nie tylko od rzeczywistej sytuacji emitenta, ale również od udostępnionych uczestnikom rynku informacji na jej temat⁹. Dla wszystkich uczestników obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym istotne są wszelkie informacje, które mogą mieć wpływ na podejmowane przez nich de-

⁵ Zob. art. 14 ObrInstrFinU; Na ten temat zobacz także: A. CHŁOPECKI, G. DOMAŃSKI, R. JURGA, M. MICHAŁSKI, L. SOBOLEWSKI: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. Warszawa 1999, s. 46; A. CHŁOPECKI, M. DYŁ: *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa 2012, s. 1; M. GLICZ: *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*. PPH 2005 r., nr 10, s. 53—58; W. DĘBSKI: *Rynek finansowy...*, s. 23; K. HAŁADYJ: *O dopuszczalności dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez akcjonariuszy od spółek publicznych w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych*. PUG 2007, nr 3, s. 15—20.

⁶ Szerzej na ten temat zobacz: M. ROMANOWSKI: „Okresy zamknięte” w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie. PPH 2007, nr 4, s. 18—25; A. ROMANOWSKA: *Insider trading — obowiązki emitentów oraz insiderów*. PPH 2007, nr 4, s. 8—15.

⁷ Por. P. SOKAL: *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*. „Prawo Spółek” 2006, nr 12, s. 28—37; A. ROMANOWSKA: *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych*. PPH 2006, nr 9, s. 49 i n.; K. OPLUSTIL: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. I i II)*. „Prawo Spółek” 2005, nr 2, 3; M. GLICZ: *Odpowiedzialność cywilna emitenta za naruszenie obowiązków publikacyjnych w zakresie informacji poufnych*. PUG 2005, nr 11, s. 16—21.

⁸ Por. D. WITKOWSKI: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*. „Prawo Spółek” 1997, nr 11, s. 23.

⁹ Zob. A. ROMANOWSKA: *Informacje poufne...*, s. 49.

cyzje inwestycyjne¹⁰. Natomiast brak przejrzystości informacyjnej uniemożliwia dokonanie prawidłowej wyceny papierów wartościowych. Zatem tylko pełna, rzetelna oraz powszechnie dostępna w tym samym czasie uczestnikom rynku kapitałowego wiedza dotycząca emitentów oraz papierów wartościowych umożliwia inwestorom podejmowanie optymalnych dla nich decyzji inwestycyjnych¹¹.

4. Pojęcie informacji poufnych oraz *insiderów*

Informacją poufną w rozumieniu art. 154 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹² jest — określona w sposób precyzyjny — informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, przy czym dana informacja:

- jest określona w sposób precyzyjny, wtedy gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych;
- mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych, wtedy gdy mogłaby ona zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora;
- w odniesieniu do osób zajmujących się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych ma charakter informacji poufnej, również wtedy, gdy została przekazana tej osobie przez inwestora lub inną osobę mającą wiedzę o takich dyspozycjach, i dotyczy składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy spełnieniu przesłanek wskazanych powyżej.

Osoby, które dysponują informacjami poufnymi, nazywane są *insiderami*. W doktrynie wyróżnia się przede wszystkim dwie główne kategorie *insiderów*.

¹⁰ Zob. R. ZAKRZEWSKI, W. JASIŃSKI: *Bezpieczeństwo w obrocie papierami wartościowymi*. „Przegląd Podatkowy” 1994, nr 10, s. 31.

¹¹ Zob. A. ROMANOWSKA: *Informacje poufne...*, s. 49.

¹² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz.U. Nr 183, poz. 1538), dalej jako: ObrInstrFinU.

Pierwsza z nich to grupa *insiderów* pierwotnych, którymi są członkowie zarządu, rady nadzorczej, prokurenci lub pełnomocnicy emitenta, biegli rewidenci albo inne osoby pozostające z emitentem (lub inną osobą działającą na jego rzecz lub w jego imieniu) w stosunku zlecenia lub innym podobnym stosunku prawnym o podobnym charakterze, jeżeli mają dostęp do informacji poufnych¹³. Druga główna kategoria to *insiderzy* wtórni, do których zalicza się pozostałe osoby, które weszły w posiadanie informacji poufnych¹⁴. Niektórzy autorzy w sposób odmienny kategoryzują poszczególne podmioty zaliczane do *insiderów*, czy to pierwotnych, czy wtórnych, jednocześnie wyodrębniając z tego katalogu podmioty, które uzyskały określoną informację w wyniku popełnienia przestępstwa, czy też podmioty, które uzyskały informację w inny sposób¹⁵. Powyższe rozważania nie stanowią jednak przedmiotu niniejszego opracowania, wobec czego autor jedynie sygnalizuje różne stanowiska występujące na gruncie teorii prawa.

Insiderzy zobowiązani są do określonego zachowania, przede wszystkim do zachowania informacji poufnych w stanie poufności. Oznacza to, że nie mogą ich wykorzystywać, ujawniać, udzielać rekomendacji lub nakłaniać innych osób do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których te informacje dotyczą¹⁶.

Informacje poufne emitent ma obowiązek równocześnie przekazywać Komisji Nadzoru Finansowego, spółce prowadzącej określony rynek, na którym notowane są jej instrumenty finansowe, oraz do publicznej wiadomości za pośrednictwem agencji informacyjnej. Informacje te emitent powinien przekazać niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin, oraz umieścić je w sieci internetowej na swojej stronie, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te informacje dotyczą¹⁷.

Instytucja obowiązków informacyjnych emitentów stanowi kluczowy element mechanizmu, którego celem jest realizacja zasady powszechnego i równego dostępu do rzetelnej informacji rynkowej.

¹³ Zob. art. 156 ust. 1 lit. a ObrInstrFinU.

¹⁴ Na ten temat zobacz: M. ROMANOWSKI: „Okresy zamknięte” w prawie rynku kapitałowego..., s. 18—25; M. GLICZ: *Obowiązki publikacyjne emitentów...*, s. 56; K. OPLUSTIL, P. WIÓREK: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*. „Prawo Spółek” 2005, nr 2, s. 3; A. ROMANOWSKA: *Insider trading...*, s. 8—15.

¹⁵ Zob. M. GÓRECKI: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*. HUK 2007, s. 104 i n.

¹⁶ Na ten temat zob. art. 159, 160 ObrInstrFinU. Co do obowiązków (w tym zakresie) emitentów lub wystawców instrumentów finansowych: art. 157, 158 ObrInstrFinU.

¹⁷ Zob. art. 56 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU.

5. Przykłady informacji poufnych

Na potrzeby niniejszego opracowania, w celu przybliżenia zjawiska *insider trading*, zdaniem autorki koniecznym jest omówienie przykładowych rodzajów informacji, mogących stanowić informacje poufne.

Wydaje się, że elastyczny kształt definicji legalnej informacji poufnej powinien gwarantować ujawnienie każdej nieznannej publicznie informacji o cennotwórczym charakterze, bowiem ze względu na wielość zdarzeń oraz procesów przebiegających u emitenta nie można stworzyć zamkniętej listy takich informacji. W celu ułatwienia emitentom poprawnej kwalifikacji danej informacji jako informacji poufnej, można posłużyć się przykładowym katalogiem zawartym w rozporządzeniu w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych¹⁸. Zgodnie z § 2 ust. 1 SIIntER informacjami poufnymi, których przekazanie do publicznej wiadomości może naruszyć słuszny interes emitenta, są informacje dotyczące:

- prowadzonych przez emitenta negocjacji lub okoliczności związanych z prowadzonymi negocjacjami, w tym wyboru drugiej strony negocjacji, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby negatywnie wpłynąć na przebieg lub wynik tych negocjacji, a w przypadku negocjacji prowadzonych w celu zapewnienia poprawy sytuacji finansowej emitenta — również jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości w poważnym stopniu zagroziłoby interesom obecnych lub przyszłych akcjonariuszy albo uczestników funduszu, w przypadku gdy emitentem jest fundusz inwestycyjny zamknięty;
- dokonanych czynności prawnych lub decyzji podjętych przez osoby uprawnione do reprezentowania emitenta, osoby wchodzące w skład organów zarządzających emitenta lub osoby pełniące w strukturze organizacyjnej emitenta funkcje kierownicze, które dla swej ważności wymagają zatwierdzenia przez inny uprawniony organ emitenta, jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości przed dokonaniem tego zatwierdzenia, wraz z jednoczesnym poinformowaniem o trwającym procesie zatwierdzenia, mogłoby spowodować nieprawidłową ocenę tej informacji przez inwestorów;
- umów zawartych pod warunkiem zawieszającym;
- podmiotu, który nabył od emitenta lub jednostki od niego zależnej aktywa znacznej wartości lub zbył emitentowi lub jednostce od niego zależnej takie aktywa — jeżeli ich przekazanie do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć pozycję konkurencyjną emitenta w branży lub na rynku, na którym prowadzi działalność;

¹⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 kwietnia 2006 r. (Dz.U. Nr 67, poz. 467), dalej jako SIIntER.

— drugiej strony, przedmiotu oraz szczegółowych warunków finansowych umowy — w przypadku zawarcia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy, jeżeli przekazanie tych informacji do publicznej wiadomości mogłoby naruszyć pozycję konkurencyjną emitenta w branży lub na rynku, na którym prowadzi działalność.

Kolejną wskazówkę interpretacyjną definicji legalnej informacji poufnej mogą stanowić wytyczne Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych¹⁹ w zakresie aktów wykonawczych poziomu 2 dyrektywy *Market Abuse*²⁰, które zawierają otwarty katalog informacji dotyczących emitenta, czy mogących odnosić się do informacji o rynku i zawieranych na nim transakcjach. Informacje te dotyczą zarówno spraw osobowych, jak i organizacyjnych emitenta, prowadzonej przez niego działalności, zobowiązań czy sytuacji finansowej²¹.

Do informacji tych należą na przykład zmiany osobowe w organach emitenta (zarządzie, radzie nadzorczej), zmiana audytora, decyzja o podwyższeniu lub obniżeniu kapitału zakładowego, zaciąganie zobowiązań w drodze emisji warrantów lub obligacji na zakup lub subskrypcję papierów wartościowych, fuzja, przejęcie, sprzedaż aktywów, przedsiębiorstwa emitenta lub jego części, restrukturyzacja lub reorganizacja mająca wpływ na aktywa lub zobowiązania emitenta, jego pozycję finansową, zysk lub stratę, decyzja o wykupieniu akcji własnych (*buy back*), złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości, istotny proces sądowy, cofnięcie lub unieważnienie kredytów bankowych, znaczące zmiany w majątku spółki, niewypłacalność znaczącego dłużnika, nowe licencje, patenty, znaki towarowe, wzrost lub obniżenie wartości instrumentów finansowych w portfelu, propozycja przejęcia znacznego majątku, nabycie nowoczesnej technologii, istotna sprawa odpowiedzialności za produkt lub zanieczyszczenie środowiska, zmiany w oczekiwanych zyskach lub stratach, istotne zlecenia od klientów, ich anulowanie lub znaczące zmiany, wejście lub wyjście z inwestycji, informacje dotyczące dywidendy (dnia dywidendy, wysokości zmian)²².

Wytyczne CESR w pkt 36 wskazują na przykłady informacji dotyczących emitenta w sposób pośredni, które mogą odnosić się do informacji o rynku i zawieranych na nim transakcjach. Są to m.in. niedostępne jeszcze dla rynku informacje i publiczne statystyki, publikowane przez agencje ratingowe raporty, badania, rekomendacje lub sugestie dotyczące wyceny notowanych instrumentów finansowych, decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych, de-

¹⁹ *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002. Ref: CESR/02.089d, dalej jako: wytyczne CESR (obecnie ESMA).

²⁰ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku kapitałowym) (Dz.U. WE L 96 z 12.04.2003).

²¹ Zob. pkt 31 wytycznych CESR.

²² Zob. pkt 35 wytycznych CESR.

cyzje rządu dotyczące zmiany prawa podatkowego czy zmiany prawa dotyczącego rynku regulowanego lub nieregulowanego, decyzje konkurencji odnośnie do notowanej spółki, zamówienie publiczne złożone przez rząd, regionalne lub lokalne władze, czy inne organizacje publiczne, informacje dotyczące przeniesienia danego instrumentu na inny segment rynku. Informacjami dotyczącymi pośrednio emitenta mogą być również okoliczności lub zdarzenia polityczne, ekonomiczne lub przyrodnicze, dotyczące branży przemysłowej, w której działa emitent²³.

Przykładowe zdarzenia i okoliczności mogące stanowić informację poufną w rozumieniu art. 154 ObrInstrFinU, stanowią próbę przybliżenia rozwiązań zmierzających do poprawienia transparentności rynku kapitałowego²⁴.

6. Pojęcie *insider tradingu*

W literaturze przez zjawisko *insider trading* rozumie się ujawnienie lub wykorzystanie informacji poufnej poprzez skorzystanie z asymetrii informacyjnej, natomiast jak już wcześniej była o tym mowa, sprawca tego czynu określany jest jako *insider*. Pojęcie *insider trading* spotykane jest częściej w Stanach Zjednoczonych, z kolei w Europie częściej używane jest *insider dealing*, i potocznie służy do określenia transakcji dokonywanych przez *insidera*. Zjawisko to traktuje się jako rodzaj nadużyć na rynku kapitałowym, który stanowi największe zagrożenie dla jego funkcjonowania²⁵.

Insider trading postrzegany jest jako jedno z negatywnych zjawisk, które burzy zaufanie inwestorów do rynku. Polega na angażowaniu się w obrót instrumentami finansowymi osób, które posiadają dostęp do wewnętrznych, poufnych informacji dotyczących emitenta lub instrumentów finansowych, które to informacje nie są znane pozostałym uczestnikom obrotu. Osoby te posiadają przewagę informacyjną w stosunku do pozostałych uczestników rynku i dzięki temu mogą osiągać ponadprzeciętne zyski.

²³ Por. A. ROMANOWSKA: *Informacje poufne...*, s. 50.

²⁴ Zob. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie obowiązków informacyjnych emitentów w zakresie informacji poufnych z 26 II 2013 r., s. 2—4.

²⁵ Zob. J. MAJEWSKI: *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*. „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9, s. 20—31; W. DADAK: *Prawnokarna ochrona informacji*. „Czasopismo prawa karnego i nauk penalnych” 2000, nr 1, s. 239—268; T. KRAWCZYK: *Problematyka przedmiotu ochrony art. 175 i 176 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi kryminalizujących praktyki „insider trading”*. „Prokuratura i Prawo” 2000, nr 9, s. 60—73.

Tłumacząc mechanizm *insider trading*, można przytoczyć sytuację, gdy *insider* wchodzi w posiadanie informacji poufnej na temat istotnych, negatywnych zdarzeń dotyczących działalności emitenta, i w oparciu o tę informację podejmuje decyzję o sprzedaży akcji po aktualnym kursie, który nie uwzględnia tej negatywnej informacji, gdyż nie jest ona znana pozostałym uczestnikom rynku.²⁶ Jednym z najpoważniejszych argumentów przemawiających za zakazem *insider tradingu* jest fakt, iż osoby, które posiadają informacje poufne, mogą czerpać korzyści zarówno przy spadku, jak i wzroście cen walorów spółki.

Jednocześnie autor zaznacza, że w niniejszym opracowaniu celowo zostały pominięte rozważania teoretyczno-prawne dotyczące wykorzystywania informacji poufnych, czy założeń dyrektywy z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku kapitałowym), bowiem stanowią one kazuistyczne uregulowania odnoszące się do prawa polskiego czy europejskiego, natomiast przytoczone zagadnienia dotyczące zjawiska *insider tradingu* mają na celu przedstawienie samego mechanizmu tego rodzaju nadużyć, ze szczególnym uwzględnieniem sektora usług lotniczych.

7. Spekulacje na akcjach amerykańskich linii lotniczych?

W dniu 11 września 2001 r. na terenie Stanów Zjednoczonych miały miejsce ataki terrorystyczne, które pochłonęły blisko 3 000 ofiar, a przeprowadzone zostały za pomocą uprowadzonych samolotów pasażerskich. Porywacze po przejęciu kontroli nad samolotami skierowali je m.in. na obiekty dwóch wież World Trade Center w Nowym Jorku. Zamach na World Trade Center był pierwszą skuteczną operacją tego rodzaju i pociągnął za sobą więcej ofiar i strat materialnych niż jakikolwiek inny akt terroru w dotychczasowej historii Stanów Zjednoczonych i świata. Ataki z 11 września były bezpośrednią przyczyną rozpoczęcia tzw. „wojny z terroryzmem”, spowodowały również zaostrzenie środków bezpieczeństwa m.in. na lotniskach, a także wprowadzenie w wielu krajach ustaw antyterrorystycznych.

Jak wynika z przeprowadzonych analiz transakcji dokonywanych w dniach od 6 do 11 września 2001 r., linie lotnicze, których samoloty uderzyły w WTC, tj. American Airlines i United Airlines, bezpośrednio przed 11 września były obiektem nadzwyczajnych spekulacji giełdowych²⁷. Chodziło o nagły wzrost

²⁶ T. SÓJKA: *Obowiązki informacyjne spółek...*, s. 28.

²⁷ *Insider Trading Apparently Based on Foreknowledge of the 9/11 Attacks*. „London Times” 9/18/01; J. SZYGIEL: *Finansowe zagadki 11 września*. „Miesięcznik Finansowy Bank” 2011, nr 9, s. 64.

kupna opcji sprzedaży, tzw. *put option* ich akcji. Opcje sprzedaży to rodzaj transakcji giełdowej polegającej na założeniu przez inwestora, że konkretne akcje stracą na wartości — nabywając *put option* ma on później prawo sprzedawać pakiety tych akcji po starej (wyższej) cenie. Między 6 i 7 września 2001 r. na głównej amerykańskiej giełdzie opcji Chicago Board Option Exchange w Chicago (CBOE) kupiono 4744 opcje sprzedaży United Airlines i tylko 396 opcji kupna, tzw. *call option*, co oznacza, że średnia dziennych transakcji dla tej linii została przekroczona 25 razy²⁸. W przeddzień zamachów, czyli 10 września, dokonano zakupu 4516 opcji sprzedaży American Airlines i 748 opcji kupna, czyli znacznie więcej niż średnia²⁹.

Amerykański ekonomista Allen M. Poteshman z University of Illinois w Urbana-Champaign opublikował raport dotyczący finansowych aspektów 11 września 2001 r. Konkluzja sprowadza się do stwierdzenia, że w dniach poprzedzających 11 września miała miejsce nadzwyczajna aktywność na rynku opcji, wskazując, że te transakcje finansowe mogły zostać zawarte z wiedzą o zamachach³⁰. Po 11 września, kiedy akcje spółek dotkniętych przez ataki drastycznie straciły na wartości, kupcy opcji osiągnęli ponadprzeciętne zyski. Po ponownym otwarciu United Airlines stracił ponad 42%, American Airlines 39%³¹.

Amerykańskie media donosiły, że przestępstwo finansowe mogło zostać popełnione przez osoby związane z zamachowcami³². Jednakże SEC³³ i FBI³⁴ po przeprowadzeniu w tej sprawie śledztwa wyjaśniały, że podejrzani inwe-

²⁸ SEC asks Goldman, Lehman for data. „Bloomberg News” 9/20/01; *Prices, Probabilities and Predictions*, OR/MSToday; <http://911research.wtc7.net/sept11/stockputs.html#airlines>; <http://www.globalresearch.ca/9-11-attacks-criminal-foreknowledge-and-insider-trading-lead-directly-to-the-cia-s-highest-ranks/32323> [dostęp: 20.01.15].

²⁹ Exchange examines odd jump. „Associated Press” 9/18/01; <http://www.snopes.com/rumors/putcall.asp>; <http://911research.wtc7.net/sept11/stockputs.html#airlines>; <http://www.globalresearch.ca/9-11-attacks-criminal-foreknowledge-and-insider-trading-lead-directly-to-the-cia-s-highest-ranks/32323> [dostęp: 20.01.15].

³⁰ A.M. POTESHMAN: *Unusual Option Market Activity and the Terrorist Attacks of September 11, 2001*, published in “The Journal of Business”, University of Chicago Press, 2006, Vol. 79, Edition 4, s. 1703—1726; <http://patriotsquestion911.com/professors.html> [dostęp: 20.01.15].

³¹ Black Tuesday: The World's Largest Insider Trading Scam?: ict.org.il [dostęp: 20.01.15], September 19, 2001; <http://911research.wtc7.net/sept11/stockputs.html#airlines>; http://www.911myths.com/html/selling_amr.html [dostęp: 20.01.15].

³² <http://themillenniumreport.com/2014/08/911-attacks-criminal-foreknowledge-and-insider-trading-lead-directly-to-the-cia-s-highest-ranks/> [dostęp: 20.01.15].

³³ US Security and Exchange Commission to amerykańska komisja papierów wartościowych i giełd. Jest niezależną agencją państwową, której obowiązkiem jest sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem federalnego prawa obrotu papierami wartościowymi oraz regulowanie i kontrolowanie rynku papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych.

³⁴ Federal Bureau of Investigation (Federalne Biuro Śledcze) — to amerykańska agencja rządowa zajmująca się przestępstwami wykraczającymi poza granice danego stanu; stanowi część systemu bezpieczeństwa Stanów Zjednoczonych.

storzy nie mieli nic wspólnego z Al-Kaidą i brak jest dowodów, że wiedzieli wcześniej o zamachach³⁵.

Na marginesie warto zwrócić uwagę, że związek inwestora z Al-Kaidą nie przesądza o istnieniu bądź nie *insider tradingu*. Raport *The 9/11 commission report*³⁶, który powstał w celu przeprowadzenia kompleksowej analizy zjawisk mających miejsce w dniu 11 września, przyznaje istnienie nadzwyczajnych transakcji, ale wskazuje, że można wyjaśnić je inaczej niż zjawiskiem *insider trading*³⁷.

Media po dziś dzień rozpisują się na temat rzekomego wykorzystania poufnych informacji w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków przez tajemniczych inwestorów³⁸. Powstało kilkadziesiąt teorii spiskowych dotyczących samego zamachu, jak i finansowych jego aspektów. Być może wynika to z niezrozumienia zagadnienia, jakim są spekulacje giełdowe.

Spekulacja przez niektórych uznawana jest jako niezbędny element gry giełdowej. Speculanci umożliwiają rynkom właściwą płynność oraz oferują fundusze zapewniające rozwój spółek notowanych na giełdzie³⁹.

11 września mogło dojść do nadzwyczajnych spekulacji na instrumentach finansowych amerykańskich linii lotniczych United Airlines oraz American Airlines. Spekulacje giełdowe pomimo, że obarczone są wysokim ryzykiem, przynoszą duże zyski, a przede wszystkim skłaniają do nieuczciwych zachowań uczestników giełdy. Speculanci w celu zmniejszenia ryzyka swojej inwestycji mogli zmawiać się na rynku wybierając opcje sprzedaży i masowo je wykupywać.

Główny czynnik niebezpieczeństwa spekulacji tkwi w tym, że gracze nie inwestują w konkretne aktywa z powodu ich przyszłych dochodów, ale celem wykorzystania hossy. Często speculanci nie mają wystarczającej wiedzy na temat kupowanych walorów, dlatego też narażeni są na straty związane z szybko zmieniającą się koniunkturą. Wobec powyższego, w mojej ocenie zbyt daleko idące jest wysuwanie teorii spiskowych dotyczących finansowego aspektu 11 września 2001 r.

³⁵ <http://www.larsschall.com/2012/03/20/insider-trading-911-the-facts-laid-bare/> [dostęp: 20.01.15].

³⁶ Przygotowany przez National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States.

³⁷ <http://www.9-11commission.gov/report/911Report.pdf> [dostęp: 20.01.15].

³⁸ <http://hpub.org/wp-content/uploads/2014/09/zarenbka-Evidence-of-insider-trading-before-september-11th.pdf> [dostęp: 20.01.15]; J.R. GOURLEY: *The 9/11 Toronto Report Paperback*. November 9, 2012.

³⁹ H. BLODGET: *Inwestycje giełdowe. Szanse i pułapki. Przewodnik inwestora*. Gliwice 2008.

8. Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu nie jest szczegółowa analiza ustaleń poczynionych przez śledczych SEC i FBI, a jedynie przybliżenie problematyki zjawiska *insider trading* oraz spekulacji giełdowej również w ramach tak newralgicznego rynku, jakim jest branża lotnicza. Przedstawiona powyżej problematyka zjawiska *insider trading* w zderzeniu z wydarzeniami, które miały miejsce 11 września 2001 r., nabiera zupełnie odmiennego znaczenia. W omawianym tu przypadku ewentualne wykorzystanie informacji poufnej, czy spekulacje, doprowadziły inwestorów do ponadprzeciętnych zysków. Jednak z punktu widzenia biznesu, niezależnie od tego, czy jest to branża lotnicza, czy inna gałąź gospodarki, przyczyny wzrostów i spadków cen walorów dla inwestorów są wtórne. W świecie finansów sama przyczyna wzrostu czy spadku ceny nie jest istotna, bowiem w początkowym stadium trendu cenowego czy w momentach zwrotnych nie jest wiadome, dlaczego rynek zachowuje się właśnie w taki sposób.

Bibliografia

- BLICHARZ R.: *Instytucje prawa rynku kapitałowego*. Toruń 2013.
- BLODGET H.: *Inwestycje giełdowe. Szanse i pułapki. Przewodnik inwestora*. Gliwice 2008.
- CHŁOPECKI A., DOMAŃSKI G., JURGA R., MICHAŁSKI M., SOBOLEWSKI L.: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. Warszawa 1999.
- CHŁOPECKI A., DYL M.: *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa 2012.
- DADAK W.: *Prawnokarna ochrona informacji*. „Czasopismo prawa karnego i nauk penalnych” 2000, nr 1.
- DĘBSKI W.: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa 2010.
- GLICZ M.: *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*. PPH 2005, nr 10.
- GLICZ M.: *Odpowiedzialność cywilna emitenta za naruszenie obowiązków publikacyjnych w zakresie informacji poufnych*. PUG 2005, nr 11.
- GOURLEY J.R.: *The 9/11 Toronto Report Paperback*. November 9, 2012.
- GÓRECKI M.: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insi dera*. HUK 2007.
- HAŁADYJ K.: *O dopuszczalności dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez akcjonariuszy od spółek publicznych w związku z naruszeniem obowiązków informacyjnych*. PUG 2007, nr 3.
- KRAWCZYK T.: *Problematyka przedmiotu ochrony art. 175 i 176 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi kryminalizujących praktyki „insider trading”*. „Prokuratura i Prawo” 2000, nr 9.
- MAJEWSKI J.: *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*. „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9.

- OPLUSTIL K.: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym (cz. I i II)*. „Prawo Spółek” 2005, nr 2.
- OPLUSTIL K., WIÓREK P.: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*. „Prawo Spółek” 2005, nr 2.
- POTESHMAN A.M.: *Unusual Option Market Activity and the Terrorist Attacks of September 11, 2001*. „The Journal of Business”. 2006, Vol. 79, Edition 4.
- ROMANOWSKA A.: *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych*. PPH 2006, nr 9.
- ROMANOWSKA A.: *Insider trading — obowiązki emitentów oraz insiderów*. PPH 2007, nr 4.
- ROMANOWSKI M.: *„Okresy zamknięte” w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*. PPH 2007, nr 4.
- SOKAL P.: *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*. „Prawo Spółek” 2006, nr 12.
- SÓJKA T.: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*. Warszawa 2008.
- WITKOWSKI D.: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*. „Prawo Spółek” 1997, nr 11.
- ZAKRZEWSKI R., JASIŃSKI W.: *Bezpieczeństwo w obrocie papierami wartościowymi*. „Przegląd Podatkowy” 1994, nr 10.

Źródła internetowe

- <http://hpub.org/wp-content/uploads/2014/09/zarenbka-Evidence-of-insider-trading-before-september-11th.pdf> [dostęp: 20.01.15]
- <http://patriotsquestion911.com/professors.html> [dostęp: 20.01.15]
- <http://themillenniumreport.com/2014/08/911-attacks-criminal-foreknowledge-and-insider-trading-lead-directly-to-the-cias-highest-ranks/> [dostęp: 20.01.15]
- <http://www.globalresearch.ca/9-11-attacks-criminal-foreknowledge-and-insider-trading-lead-directly-to-the-cia-s-highest-ranks/32323> [dostęp: 20.01.15]
- <http://www.larsschall.com/2012/03/20/insider-trading-911-the-facts-laid-bare/> [dostęp: 20.01.15]
- <http://www.snopes.com/rumors/putcall.asp> [dostęp: 20.01.15]
- <http://www.911commission.gov/report/911Report.pdf> [dostęp: 20.01.15]
- http://www.911myths.com/html/selling_amr.html [dostęp: 20.01.15]
- <http://911research.wtc7.net/sept11/stockputs.html#airlines> [dostęp: 20.01.15]
- ict.org.il [dostęp: 20.01.15]

Anna Lichosik

Insider trading in the aviation business

Summary

The aim of the article is to approach the problems of the inside trading phenomenon and market manipulation, which prevent full and proper market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets. Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information.

Key words: insider trading, capital market, stock exchange, airlines.

Anna Lichosik

Insider Trading (Insiderhandel) in der Luftfahrtbranche

Zusammenfassung

In ihrem Artikel bezweckt die Verfasserin, die Verwendung von Insiderinformationen und Marktmanipulationen zu erörtern, die eine volle und richtige Markttransparenz verhindern können und eine für alle wirtschaftlich aktive Teilnehmer der integrierten Finanzmärkte geltende Voraussetzung für Handelsaustausch sind. Die Verwendung von Insiderinformationen kann darauf beruhen, dass eine Person die dessen bewusst sein sollte, dass ihre Informationen Insiderinformationen sind, die Finanzinstrumente abkauft oder verkauft.

Schlüsselwörter: Insiderhandel, Kapitalmarkt, Börse, Airlines.